

关联方交易、公司治理和偿债能力的关系

鲍新中(教授)

(北京联合大学管理学院 北京 100101)

【摘要】本文以沪深2010~2012年242家A股上市公司为研究样本,分别建立结构方程模型和多元回归方程模型,对关联方交易、公司治理和企业偿债能力之间的关系进行实证研究,研究表明:公司治理对偿债能力具有显著的正向影响;关联方交易偏好程度对偿债能力具有显著的负向影响;公司治理对关联方交易具有显著的正向影响。研究结论可为规范公司关联方交易和完善公司治理结构提供一定的借鉴。

【关键词】关联方交易 公司治理 偿债能力 上市公司

一、引言及文献综述

在关联方交易中,企业集团既可以利用内部资源提升运营效率,降低信息成本和交易成本;又可以因关联方交易的信息披露透明度比较低,中小股东等投资者很难判断关联方交易信息的公允性,大股东可以通过与关联方进行如低买高卖的交易以调控利润,确认大额收益。然而,通过这种方式确认的账面收益由于不涉及现金的支付,虽然能粉饰收入,但最终将引起上市公司经营业绩的大幅下滑,给投资者带来不良影响。

关于关联方交易与公司治理之间的关系,有不少学者进行了研究。Johnson等人分析了控股股东利用关联方交易转移资产和利润的行为,并提出了掏空的概念。La Porta研究发现公司内部普遍存在控股股东持股的股权结构,认为拥有足够股份的第二大股东可以在一定程度上限制控股股东的掠夺行为。Maury和Pajuste则提出了不同观点,认为多重股东现象在公司内部会起到两种截然相反的作用,即股权制衡和股东串谋:一方面,持有一定数量投票权的股东,有动力也有能力监督控股股东的利益侵占行为,从而达到股权制衡;另一方面,他们与控股股东之间可能进行串谋,达成控制联盟,共享剥夺收益。

国内学者主要从股权结构、董事会、经理层等内部治理结构方面研究公司治理与关联方交易之间的关系。高雷、陈军、吕怀立、张学洪都从股权集中度和股权制衡度的角度研究了关联方交易问题;黄琨则研究了独立董事与管理交易程度之间的关系;朱至文则通过对2002~2006年期间沪深两市上市公司关联方交易的实证研究发现,关联方交易在我国具有十分显著的负价值效应,在实证上支持了关联方交易的“掏空”假设。

关于关联方交易对企业偿债能力影响的研究也有很

多。肖珉的研究表明:企业集团盈利过分依赖关联企业的盈利,一旦关联企业经营困难,必然导致企业集团收入减少,从而降低其偿还债务的能力。而企业集团太多的相互担保,会造成企业信用膨胀,同时增加企业集团的债务负担,一旦银行收紧贷款,必然导致其资金链断裂,甚至会发生违约事件。郑国坚分别用盈余管理模型和盈余反应系数模型来衡量盈余质量,结果表明,关联方交易程度越高,会计盈余质量越低。冯根福等人对提供担保、接受担保和互保进行了比较研究发现,涉及担保的上市公司整体收益水平较低,对自身风险的敏感性较差。

本文以关联方交易、公司治理和企业偿债能力为主线,研究这三者之间的内在关系。

二、中国上市公司关联方交易现状分析

本文运用锐思数据库中国上市公司关联方交易数据以及上海证券交易所的统计年鉴等资料,对2010~2012年沪市A股上市公司关联方交易类型、行业和关联方三个方面的相关数据进行了统计分析。

1. 关联方交易类型分析。2010~2012年发生关联方交易的公司数占全部沪市A股上市公司总数的比例分别为61.97%、59.09%、65.29%,均超过了沪市A股上市公司总数的半数,说明在我国上市公司中存在较为普遍的关联方交易现象。从交易金额来看,关联方交易额从总体上呈现出逐年增长的趋势,三年间关联方交易金额分别为4 921.47亿元、6 661.23亿元和10 103.47亿元。

表1为不同关联方交易类型三年的统计结果。通过对各类型关联方交易发生的金额和频率分析可以看出,2010~2012年上市公司关联方交易的交易类型主要集中在担保与抵押、资金拆借、资产交易、股权交易、商品交易这五类,交易金额比重占总体的98.50%。其中担保与抵

押、股权交易、资金拆借这三类关联方交易尤为活跃,其交易金额呈现逐年增长的趋势。分析其原因,本文认为是股权分置改革以后,大股东与小股东之间产生了明显及长期的利益冲突,长期控股股东通过与上市公司之间更加频繁的资金往来和担保抵押以取得补偿。由于关联方交易有一定的非公允性,企业间的担保抵押行为虽可以进一步增强企业集团的融资能力,但并不能反映一家企业的盈利能力,这种关联方交易的方式是产生企业集团财务危机的重要因素,应予以高度重视。

表1 各关联方交易类型的金额(亿元)及比重(%)

关联方交易类型	2010年		2011年		2012年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
商品交易	40.42	0.821	42.32	0.635	19.40	0.192
提供或接受劳务	2.51	0.051	2.74	0.041	36.04	0.357
资产交易	274.34	5.574	618.12	9.279	191.10	1.891
资金拆借	631.25	12.826	1 064.10	15.975	1 342.76	13.290
担保与抵押	3 735.67	75.906	4 508.10	67.677	7 855.81	77.754
租赁	5.66	0.115	18.68	0.280	2.96	0.029
股权交易	117.61	2.390	159.40	2.393	561.82	5.561
合资合作	99.43	2.020	53.38	0.801	61.62	0.610
长期投资	0.00	0.000	155.24	2.330	0.00	0.000
托管经营	7.93	0.161	16.20	0.243	2.15	0.021
其他	6.65	0.135	22.93	0.344	29.81	0.295
合计	4 921.47	100.000	6 661.23	100.000	10 103.47	100.000

2. 按照不同行业分析。根据锐思数据库中提供的行业分类方法进行分类。从行业分析来看,关联方交易在制造业占比最大,2010年制造业公司关联方交易次数占关联方交易总次数的52.73%,2011年占48.24%,2012年占47.74%。批发和零售贸易业公司关联方交易次数占比三年均在9%至10%间。房地产业关联方交易次数2010年占比8.47%、2011年为8.53%,2012年为10.33%。其他行业关联方交易占比均较低。

3. 按照不同关联方分析。本文对关联方关系分类主要按照锐思数据库中的分类方法进行。从不同关联方统计分析中可以发现,关联方交易主要发生在与控股股东以及与下属子公司、参股公司之间,这三者的关联方交易金额之和分别占总交易金额的90.72%、89.67%、90.52%。其余与非控股股东、间接非控股股东、间接控股股东、间接兄弟企业、项目合作合资方之间交易所占比例很小。形成这种结果的原因,本文认为关联方交易金额中担保与抵押金额所占比例较大,2010~2012年均占总体金额的75%以上,而担保与抵押行为很大程度上受到企业集团的控制,故数据显示关联方交易主要发生在集团公司与控股股东以及与下属子公司、参股公司之间。

三、结构方程模型简介

结构方程模型(SEM)是应用线性方程系统表示观测变量与潜变量,以及潜变量与误差变量之间关系的一种统计方法,从本质上看,它是一种广义的一般向量模型。和传统的线性回归模型不同,结构方程模型能够同时检验一批回归方程,而且这些回归方程在模型形式、变量设置、方程假设等方面也与传统回归分析迥然不同,因此,其适用范围较传统回归分析方法更为广泛。

实际上,结构方程模型包括结构模型和测量模型两个部分。结构模型是指潜在变量与误差变量之间的关系,而测量模型是指潜在变量与观察变量之间的关系。总的看,模型中设定了三种类型的变量:潜在变量、测量变量、误差变量。潜在变量是一个构想概念,无法直接测量,需要通过测量变量进行观察。测量变量又称观测变量,是可以直接测量的变量。误差变量是不具实际测量的变量,用于衡量潜在变量的误差值方差。

结构方程模型通常采用矩阵方程式的形式表示,共有三个方程式,即:

$$X = \Lambda_x \xi + \delta \quad (1)$$

$$Y = \Lambda_y \eta + \epsilon \quad (2)$$

$$\eta = B_\eta + \Gamma \xi + \zeta \quad (3)$$

其中:式(1)和式(2)为测量模型;式(3)为结构模型。 X 表示外源观测变量; ξ 为外源潜变量; Λ_x 为外源观测变量与外源潜变量之间的关系矩阵; δ 为外源观测变量的残差项; Y 表示内源观测变量; η 为内源潜变量; Λ_y 为内源潜变量与内源观测变量之间的关系矩阵; ϵ 表示内源观测变量的残差项; B 和 Γ 表示路径系数; B 表示内源潜变量内部之间的关系; Γ 表示外源潜变量对内源潜变量的影响; ζ 为结构方程的误差项。

四、关联方交易、公司治理和偿债能力关系的实证研究

(一) 样本选择

本文以我国2010~2012年沪深A股上市公司中制造业的上市公司为样本,研究关联方交易、公司治理与企业偿债能力三者之间的关系。

选择样本数据主要考虑了以下四个因素:①选择制造业的上市公司为研究样本;②剔除有缺失值的样本,数据不仅包括样本潜在变量的完整,而且要求同一家公司三年数据都完整;③剔除有极端异常值的公司;④剔除不符合条件的公司。三年潜在变量完整的上市公司共有242家,共得有效数据726条。

本文样本数据主要来自北京聚源锐思数据科技有限公司中国上市公司关联方交易数据库、财务比率数据库、公司治理数据库,以及上市公司2010~2012年年报等。所使用的关联方交易、公司治理与企业财务偿债能力的数

司年报或后期加工处理所得。数据主要使用 Excel、AMOS17.0 和 SPSS17.0 软件进行了处理。

(二) 潜变量选择

1. 外源潜变量。股权结构、董事会特征是公司治理的重要内容,对公司经营等方面均有较大影响。本文选用第一大股东持股比例、第一至第五大股东持股比例、国有股比例、法人股比例、流通股比例、独立董事比例6个测量变量来分析公司治理机制对关联方交易的影响。

关于关联方交易偏好方面,由于关联方交易的价格和费用不是由市场决定的,而是由关联方关系的双方协商确定的,很难真正体现公开、公正、公平的市场交易原则,因此选用关联方交易频率作为关联偏好程度的测量变量,并建立如表2所示的测量方程模型。

表2 公司治理和关联方交易偏好的测量方程

外源潜变量	测量变量(观察变量)	误差	外源潜变量	测量变量(观察变量)	误差
公司治理(γ)	第一大股东持股比例(X ₁)	e ₁	关联方交易偏好程度(ξ)	担保与抵押次数(Y ₁)	e ₇
	第一至第五大股东持股比例(X ₂)	e ₂		股权交易次数(Y ₂)	e ₈
	国有股比例(X ₃)	e ₃		商品交易次数(Y ₃)	e ₉
	法人股比例(X ₄)	e ₄		提供与接受劳务次数(Y ₄)	e ₁₀
	流通股比例(X ₅)	e ₅		资产交易次数(Y ₅)	e ₁₁
	独立董事比例(X ₆)	e ₆		资金拆借次数(Y ₆)	e ₁₂
				租赁次数(Y ₇)	e ₁₃

2. 内源潜变量。本文选取流动比率、速动比率、现金流量比率、资产负债率、净利润/营业总收入作为衡量企业偿债能力的观测变量。测量方程如表3所示:

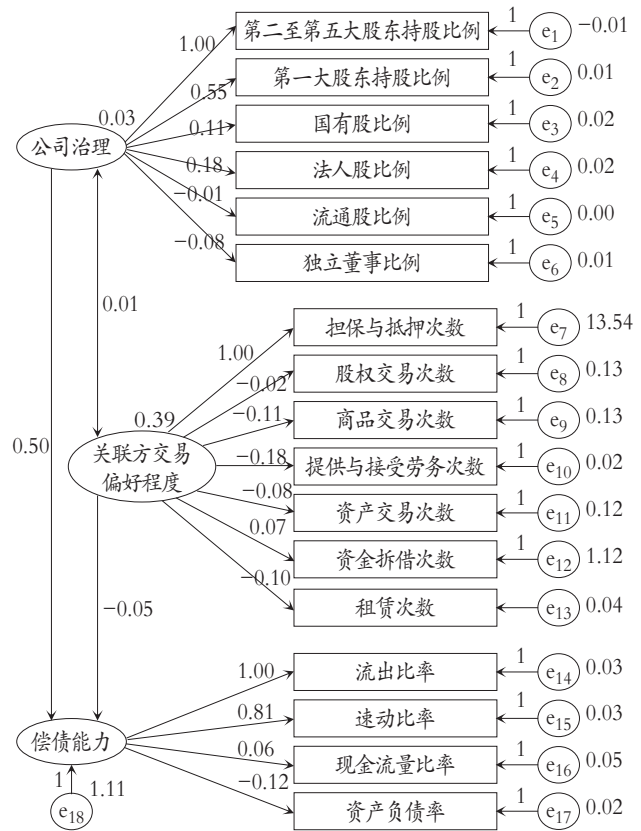
表3 偿债能力的测量方程

内源潜变量	测量变量(观察变量)	误差
偿债能力(η)	流动比率(Z ₁)	e ₁₄
	速动比率(Z ₂)	e ₁₅
	现金流量比率(Z ₃)	e ₁₆
	资产负债率(Z ₄)	e ₁₇

表3变量说明如下:流动比率(Z₁)和速动比率(Z₂)反映企业短期债务存量;现金流量比率(Z₃)为经营活动现金流量净额与流动负债的比值,其值越高,说明公司的偿债能力越强;资产负债率(Z₄)用于衡量企业在清算时对债权人利益的保护程度。

(三) 建立模型并分析

根据以上测量方程模型,建立关联方交易、公司治理与企业偿债能力的结构方程模型。本文使用242家沪深A股市场交易的企业集团的关联方交易数据、公司治理和财务比率数据,得到的输出图如下:



结构方程模型路径输出图

模型各变量间的权重和显著性水平如下页表4所示。

1. 分析潜变量之间的关系。从公司治理与偿债能力的关系来看,公司治理对偿债能力在5%的水平上具有显著的正向影响,影响系数为-0.50。这说明第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例、国有股比例、法人股比例越大,独立董事比例越小,企业的流动比率、速动比率和现金流量比率越高,资产负债率越低。

从关联方交易偏好程度和偿债能力的关系来看,前者对后者的负向影响显著,影响系数为0.046。这说明担保与抵押次数、资金拆借次数越频繁,股权交易次数和商品交易次数、提供与接受劳务次数、资金拆借次数越频繁的企业,其流动比率、速动比率和现金流量比率较低,资产负债率较高。

从公司治理和关联方交易偏好程度来看,公司治理对关联方交易有正向的影响。即第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例、国有股比例、法人股比例越高,流通股比例和独立董事比例越低,企业在担保与抵押、资金拆借类关联方交易上频率越高。

2. 分析观测变量对潜变量的影响。公司治理方面的6个测量变量中,独立董事比例、法人股比例、国有股比例、第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例对公司治理有正向影响,且在1%的水平上显著。流通股比例对公司治理潜在变量的影响不显著。

表4 权重估计值、误差与显著性水平

	权重估计值	标准化误差	临界比率	p
偿债能力<---公司治理	0.500	0.203	-2.463	**
偿债能力<---关联方交易偏好程度	-0.046	0.091	0.510	**
独立董事比例<---公司治理	-0.059	0.017	3.484	***
流通股比例<---公司治理	-0.005	0.007	-0.788	0.430
法人股比例<---公司治理	0.184	0.036	5.178	***
国有股比例<---公司治理	0.110	0.028	3.994	***
第一大股东持股比例<---公司治理	0.550	0.065	8.423	***
第二至第五大股东持股比例<---公司治理	1.000			
租赁次数<---关联方交易偏好程度	-0.101	0.036	-2.804	**
资金拆借次数<---关联方交易偏好程度	0.069	0.091	0.755	0.450
资产交易次数<---关联方交易偏好程度	-0.082	0.039	-2.091	**
提供与接受劳务次数<---关联方交易偏好程度	-0.182	0.081	-2.253	**
商品交易次数<---关联方交易偏好程度	-0.106	0.045	-2.339	**
股权交易次数<---关联方交易偏好程度	-0.019	0.031	-0.621	0.535
担保与抵押次数<---关联方交易偏好程度	1.000			
现金流量比率<---偿债能力	0.062	0.008	7.810	***
流动比率<---偿债能力	1.000			
速动比率<---偿债能力	0.815	0.011	73.083	***
资产负债率<---偿债能力	-0.116	0.005	-25.667	***

注:**表示 $p < 0.05$,***表示 $p < 0.001$

表5 模型整体拟合效果分析

适配指标	统计值	拟合效果	统计量的判断准则
CMIN	403.673	可以接受	CMIN/DF在2-5之间表示可以接受模型
DF	116		
CMIN/DF	3.480		
GFI	0.956	拟合较好	GFI越接近1表示模型适合度越好,通常采 $GFI > 0.9$ 。AGFI的判断同上,通常采 $AGFI > 0.9$
AGFI	0.942	拟合较好	
NFI	0.916	可以接受	NFI为基准化适合度指标,其值越大,表示模型与数据的拟合度越好。一般采 $NFI > 0.9$
CFI	0.947	模型可以接受,拟合较好	CFI是指比较适合度,其值在0-1之间。当CFI值大于0.9时,表明模型可以接受,是较好的拟合
RMSEA	0.047	拟合较好	RMSEA是指均方根误差的近似值,计算公式是:总体差异/自由度。当RMSEA小于0.1时,说明模型的拟合度好

关联方交易偏好程度的7个观测租赁次数、资金拆借次数、资产交易次数、提供与接受劳务次数、商品交易次数和担保与抵押次数对关联方交易偏好程度在5%的水平上有显著的正向影响。

偿债能力的四个观测指标在1%的水平上显著,其中,流动比率、速动比率和现金流量比率对偿债能力呈正向相关关系,而资产负债率对偿债能力呈负向相关关系。

综合以上分析可以看出,本文所选的指标除流通股比例、资金拆借次数、股权交易次数外,其他指标对潜变

量有很好的解释力。

表5说明模型的拟合效果较好,本文关于关联方交易、公司治理、企业财务偿债能力的结构方程是可以接受的。

五、结论

本文利用2010~2012年沪深两市A股242家上市公司为研究样本,建立结构方程模型和多元回归方程模型,对关联方交易、公司治理和企业偿债能力之间的关系进行实证研究,得出如下结论:

1. 公司治理对偿债能力具有显著的正向影响,经验证明,治理能力强的公司的治理结构都比较科学、合理,体现为第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例、国有股比例、法人股比例越大,独立董事比率都在合理的区间,公司的流

动比率、速动比率和现金流量比率及资产负债率处于正常水平,公司的偿债能力必定强。

2. 关联方交易偏好程度对偿债能力且有显著的负向影响。即关联方交易越频繁的公司,其偿债能力与偿债意愿越低。其中,担保与抵押、资金拆借这两类关联方交易频率越高的公司,其偿债能力越低,即流动比率、速动比率和现金流量比率越低,资产负债率越高。

3. 公司治理对关联方交易具有显著的正向影响,具体来说,公司治理结构中,第一大股东持股比例、第二至第五大股东持股比例、国有股比例、法人股比例越高,公司流通股比例和独立董事比例便越低,担保与抵押、资金拆借类关联方交易的频率便越高。

主要参考文献

1. Johnson S., La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A.. Tunneling. American Economic Review, 2000; 90
2. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.. Investor Protection and Corporate Governance. Journal of Financial Economics, 2000; 58
3. Maury B., Pajuste A.. Multiple large shareholders and firm value. Journal of Banking & Finance, 2005; 29
4. 高雷. 关联方交易与公司治理机制. 中南财经政法大学学报, 2007; 4